



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融專報

2023 年第 30 期 总第 217 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2023 年 8 月 8 日

宏观政策如何应对总需求不足？

张明 陈胤默 王喆

- 当前，中国经济运行面临的突出矛盾是总需求不足，通过调研发现：消费需求低迷，突出表现为居民提前还贷比重上升；投资需求不足，企业普遍存在“过冬”心态；政府财政压力增大，政府投资资金支持不足；外贸整体呈现回落态势，进口增速不及出口。
- 地方政府在政策执行过程中遇到一些突出问题，如，消费券使用范围及发放方式有限、减税降费负担加重、地方债的发行和使用对有关投资的带动作用减弱等，影响了政策实施效果。
- 基于当前中国经济形势，结合调研实际情况，为更好地提

振内需，我国应从五方面进行改善：一是优化和完善消费券的设计、发行与管理，将其作为刺激消费的重要政策；二是进一步扩大有效投资，提高政策支持精准度；三是提高地方政府债务资金的使用效率；四是提高结构性货币政策工具的实施效率；五是扩大政策性开发性金融工具使用并优化发行机制。

2023 年 7 月，中共中央政治局会议指出，疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。国内需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多、外部环境复杂严峻是中国经济运行面临新的困难挑战。这导致宏观经济整体上的回升向好与微观个体感受存在一定“温差”。

近期关于内需的讨论较多，但如何理解内需不足在现实经济状况中的具体表现，如何提出更有针对性的政策建议？2023 年 6 月，笔者团队到中国东部沿海某省份调研发现，内需不足问题突出，扩张性财政货币政策实施遇到堵点使得政策刺激效果不及预期。当前，亟须调整宏观经济政策以更精准地刺激内需，稳定中国经济基本盘。

一、总需求不足在真实经济增长中的具体表现

总需求（Y）被定义为： $Y=C+I+G+X-M$ ；其中 C、I、G、X、M 分别为消费、投资、政府支出、出口和进口。为此，我们

分别从消费需求、投资需求、政府支出与进出口四个层面，结合一手调研资料，就中国当前的总需求不足的具体表现进行分析。

消费需求低迷，突出表现为居民提前还贷比重上升。2023 年上半年，中国社会消费品零售总额同比增长 8.2%。但从实际情况来看，居民消费信心和意愿低迷，预防性储蓄和去杠杆动机增强。根据调研显示，个人按揭住房贷款出现提前还贷趋势，并且超过一半居民选择一次性全部提前还贷。与此同时，就业承压（特别是青年失业问题突出）影响居民可支配收入的稳步恢复和增长，进一步抑制了居民消费能力。

投资需求不足，企业普遍存在“过冬”心态。从整体宏观数据来看，2023 年以来，中国固定资产投资同比增速不断下滑，1 月~6 月增速降至 3.8%。投资需求的低迷集中体现在房地产投资和民间投资。2023 年 1 月~6 月房地产开发投资同比下降 7.9%，民间投资也同比下降 0.2%。从调研情况来看，房地产开发投资和民间投资不乐观。

一是房地产投资下降明显。尽管 2022 年“金融十六条”等政策利好房地产企业融资，但目前房地产企业的“三道红线”和贷款集中度管理等政策限制仍然较强，新增的资金支持主要用于保交付项目。调研显示，2023 年 1 月~4 月调研的省份房地产开发投资同比下降幅度较大，企业拿地意愿不

强。二是企业对未来预期和信心不足，普遍存在“过冬”心态，不敢投资、不愿投资的问题严重。当前，企业的额外资金多用于增加储蓄存款、理财产品或提前偿还债务。2022 年以来，调研省份的银行存款规模快速增长，存款增速比贷款增速高出 2 个百分点，与往年贷款的高速增长形成反差，该现象较为罕见。三是授信充足企业将资金提前还款和部分企业融资需求无法得到满足两者并存。调研发现，国有企业仍然是其发放贷款的主要对象，一些授信较为充足的企业投资积极性不高，提款意愿不积极，且企业提前还贷行为普遍增加。相比之下，民营企业并不受青睐。房地产企业、民营企业的项目建设、技术改造等资金需求无法得到有效满足，银行信贷倾斜性支持力度弱，政府资金支持的连续性和精准度也有待提高。四是企业利润空间被压缩进一步打击投资积极性。根据调研显示，该省企业普遍反映原材料成本高、用工成本高、能源成本有所抬升导致企业经营成本上升，叠加市场价格下行和利润收窄，影响企业投资积极性。

政府财政压力增大，政府投资资金支持不足。一是地方政府财政收入下滑。经济下行、部分企业经营困难以及大规模减税降费政策削弱财政收入基础，特别是房地产市场低迷冲击地方政府土地出让收入。2023 年 1 月~6 月国有土地使用权出让收入同比下降 20.9%。调研显示，该省部分欠发达地区在 2022 年的土地出让收入降幅就已超过 50%。二是财政

支出节奏缺乏跨期规划。从 2016 年开始，中央提出加快财政支出进度。从 2016 年至 2020 年，经济形势急转直下，财政收入降幅较大。由于财政支出缺乏跨周期规划，该省出现“前几年快点花，疫情期间催着花，疫情之后看着花”的情况，这种财政支出方式影响资金使用效率。三是近年来地方政府的刚性支出占比增加，用于建设发展的资金有限。四是过去地方政府债务不断积累，隐性债务风险逐渐显现，地方政府偿债压力增加。这制约了地方政府放开手脚刺激经济、转变发展模式的政策空间。

外贸整体呈现回落态势，进口增速不及出口。目前，受疫情阻断的途经中国香港的货运航线已基本恢复。该省有关部门通过进出口基地建设，支持企业参加展会、品牌培育，加大出口保险、跨境电商力度等多方面政策，逐步稳定外贸外资。总体上，该省进出口贸易保持稳定，今年有所回落。从调研来看，当前有三重冲击影响外贸出口：一是外需回落。随着各国疫情结束叠加中美竞争加剧，中国出口贸易逐渐回落，面临外需下降的冲击，该影响在调研的省份表现很突出。二是加工贸易的海外转移。加工贸易在该省的出口贸易中占据重要份额，然而受到新冠疫情、国际竞争以及中国产业转型升级等影响，越来越多的加工贸易向东南亚等成本更低的区域转移。三是电子信息行业整个处于下行周期。电子信息行业是该省的支柱产业，约占进出口贸易的三成左右，占总

出口的一半份额。自新冠疫情以来电子信息行业进入下行周期，投融资放缓，中美竞争进一步增加了中国开展电子信息产品贸易面临的壁垒。例如，2022 年，该省集成电路产品的出口下降幅度达到两位数。

二、扩张性财政货币政策执行过程中遇到的堵点与问题

2023 年 7 月，中共中央政治局会议强调，要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给；要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费；要更好发挥政府投资的带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用。我们调研发现，地方政府在政策执行过程中遇到的如下突出问题影响了政策实施效果。

第一，消费券有待优化。为了刺激消费，各地政府陆续推出消费券政策。调研地于 2022 年首次利用财政资金支持各地市发放消费券，并开展家电以旧换新、鼓励汽车消费活动。调研的省份某欠发达地区共发放 4000 万元左右的消费券，带动约四五亿的消费，乘数效应和杠杆效应显著，并且使用率超过 90%。消费券政策在执行过程存在四方面问题需要优化：一是需要优化消费券使用的商品范围。当前，消费券多指向特定商品或品类，可广泛使用的范围有限，更多类

似商家“优惠券”性质，影响到消费券的受众面。二是需要优化消费券使用的地理范围。目前调研地的消费券主要由省财政拨付资金，由地市级进行设计。受此影响，消费券的商家主体和服务对象多倾斜于本地市场，这虽然可以满足本地实际需求，但也存在各区域间市场封闭的隐患。三是需要优化消费券的发放方式。调研显示，消费券较多采用线上发放方式，因此一些数字化转型程度较弱、缺乏线上渠道的商家和缺乏使用网络设备技能的居民想参与但缺乏渠道。四是需要优化消费券的发放规模。现有消费券的发行以地方财政资金支持，地方财政资金压力大，发行规模和普及度仍然较小。

第二，减税降费的负担加重。2022 年以来，调研地实施了史无前例的退税力度。因为存量留抵税额集中一次性退还，助企纾困效果直接明显。特别是对一些大型企业，享受的退税优惠比较大。但是在政策落实过程中存在如下三个问题：一是企业获得退税不平衡。一方面，制造业企业退税最多。2022 年，调研地有超过 6 万户制造业享受退税优惠政策，覆盖制造业全部 31 个行业大类，占全省留抵退税总额近三成。另一方面，优惠资金主要流向大型企业，小微企业受益数量多但资金占比较小。此外，对于一些新兴高新企业的研发等部分活动，并未纳入退税范围。二是企业获得退税后的资金流向不清晰。企业“过冬”心态明显，不少企业获得退税后，将其用于还贷或是储蓄，并非用于扩大再生产。从调

研情况来看，退税对于企业具有直接的支持作用，但是其对经济增长的作用不强。三是退税政策对地方财政收入压力影响较大。2022 年，调研地退税减税规模约占一般公共预算收入的 1/3。由于企业获得退税后倾向于将钱存起来，并未将其用于扩大再生产，出现“活钱变死钱”的问题。加之，调研地当前的土地出让收入下降（房地产低迷），政府可以腾挪的资金空间非常小。

第三，地方债的发行和使用对有关投资的带动作用减弱。调研发现，一般债和专项债无法充分满足投资需求。一是一般债发行规模较小，无法充分满足地方经济发展需要。从调研情况来看，现有地方可发行的一般债规模仅够维持“三保”支出，难以满足发展需要。二是专项债发行额度较大，但适用范围受到约束。从调研情况来看，专项债难以满足调研地欠发达地区建设重大工程和承接产业转移的资金需求。例如，产业园区的土地储备需要大量资金，而这项活动并不在专项债使用范围内，无法发挥专项债的资金支持作用。三是政府支持资金面临与企业投资需求和投资周期不匹配的情况，并且企业开展建设项目存在中断情况，资金支持的连续性较弱。例如，专项债是支持地方企业发展的重要工具，由于专项债申请时间短，并侧重于新增项目的支持，一些存续项目会由于形势变化或政策调整而面临无法获得资金支持的情况，对企业项目的顺利完成和持续建设产生不利

影响。

第四，结构性货币政策实施遇到堵点。从调研情况来看，结构性货币政策在实施过程中存在两方面突出问题：一是结构性货币政策工具管理过于细化，不利于执行。调研地在执行结构性货币政策过程中，建议在促进地方经济发展方面将现有的结构性货币政策工具合并起来，形成促进地方经济发展的专项再贷款，不用再区分基础设施、科创、设备更新改造等具体细项。即，只要这些贷款是用于促进地方经济发展，都可以由商业银行贷款之后向中国人民银行申请再贷款，以此增加结构性货币政策工具的灵活性。二是结构性货币政策工具的项目白名单问题。从调研的省份当地银行反馈，由于申请时间比较急，依据地方政府提供的白名单投放资金，可能会影响信贷质量。例如，2022 年交通物流的专项贷款中，一些名单内的企业不符合银行的准入条件；有些重大项目名单，商业银行又缺乏更详细的内部信息共享，无法获得全面信息用来决策参考。

第五，政策性开发性金融工具的实施面临一些问题。2022 年，调研地的政策性开发性金融工具落地金额充裕，位居全国前列。但在实施过程中存在如下三方面突出问题：一是项目发行时间紧、计划性较强。政策性开发性金融工具发行节奏快，引致实际资金需求掌握不足、固定额度较为僵硬等问题。二是财政货币协调联动效果不佳，配套资金支持力

度有限。财政提供 1% 的贴息支持，适用于项目的股权部分。从实际执行看，实施该政策的大部分项目都是通过股东借款的方式进行，难以享受到贴息支持。因此，该工具的综合成本约为 3.5%，相对于政府专项债，并没有成本优势。三是项目白名单质量不高。根据调研地当地银行反馈，由于时间紧迫，很多时候只能依赖地方政府提供的白名单。然而，这些白名单的质量并不稳定，存在一些企业不符合银行准入条件的情况。四是政策性开发性金融工具存在信用风险敞口。该省部分项目为了达到项目要求，存在匆忙启动工程的情况。

三、关于如何更好提振内需的政策建议

基于当前中国经济形势，结合调研实际情况，提出如下政策建议以期更好地提振内需。

第一，优化和完善消费券的设计、发行与管理，并将其作为刺激消费的重要政策，增强居民消费意愿。可以从如下五方面着手：一是资金来源可考虑使用特别国债募集的资金发行消费券，解决资金支持压力并提高发行规模。二是不限定消费券使用范围，但同时不能用现金发放消费券，以防现金被居民重新储蓄起来，从而减弱了消费券的实施效果。三是提高消费券的普惠性和便捷性，扩大参与商家和使用对象，特别关注落后地区和老年人、中低收入等群体，避免数字鸿沟问题。四是优化发行方式，以 App、网络平台、纸质等多种形式发放消费券，增强消费券的可得性和灵活性。五

是明确中央与地方的责任分配，既要顶层设计，也要结合市场需求。

第二，进一步扩大有效投资，提高政策支持精准度。具体而言，一是应当明确和优化一般债和专项债的发行额度和支持范围。二是继续发行政策性开发性金融工具，优化发行机制，可考虑建立不定额的常态化发行机制。三是拓展财政金融资金支持企业多样化融资的渠道，在信贷、债券之外尝试引导基金等股权投资形式。四是增强多种工具间在期限、对象、范围等方面的差异性和配合性，加强多部门协调促进资金落实和项目建设。

第三，提高地方政府债务资金的使用效率。在地方债使用范围方面，诸如专项资金不能跨年度使用，专项债资金下达后必须在当年完成相应工程量等规定应予以放宽。例如，调研的省份存在的一般债规模有限、专项债支持地区不平衡的问题，地方政府可向财政部和发改委等部门建议提升一般债支持力度的同时，建议将专项债使用范围拓展到产业园区的土地储备上面，解决土地储备需要的转化资金。在地方债风险防范方面，根据公共服务的受益范围和外部性程度，调整中央与地方的财权事权，上收部分事权和支出责任至中央政府。未来全国性、区域性重大基础设施建设应直接用发行国债和省级政府一般债的方式融资，以缓解基础设施投融资的收益成本错配与期限错配。

第四，提高结构性货币政策工具的实施效率。一方面，针对结构性货币政策的白名单问题，可以通过内部信息方式提供给商业银行，或者不用提供商业银行白名单，只需给商业银行一个放贷范围。同时，可以通过信息内部联网等方式，为商业银行提供更多的信息。另一方面，对于获得政策性开发性金融工具、结构性货币政策工具与专项债、银行贷款的企业名单可以提供给商业银行，在放贷过程中进行适度引导，加强商业银行间的信息共享，避免资金过度集中于小部分企业。

第五，扩大政策性开发性金融工具使用并优化发行机制。一是优化政策工具额度及范围。进行政策性开发性金融工具展期，增强对存续项目的支持；结合各地实际情况和需求适当扩大政策性开发性金融工具的适用范围。二是增强政策工具的灵活性。考虑常态化、非定额的发行机制；按照项目实际推进需要允许资金分阶段支出；将资金发放与信贷条件结合起来，在更好控制资金总量的同时针对性配置资源。三是加强财政货币政策协同。及时调整优化基金投放工作，以满足各地经济社会发展的实际需求。对于项目推进困难的情况，应该积极与地方政府及有关部门沟通协调，请求协助解决问题，并出具明确意见，以确保重大项目的顺利进行。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）